

Т.Г. Долгопятава

ИАПР НИУ ВШЭ, Москва

Концентрация собственности в российской промышленности: эволюционные изменения на микроуровне¹

В статье описана динамика концентрации собственности в российской обрабатывающей промышленности на фоне экономического роста 2000-х годов и определившие ее факторы. Выявлены процессы снижения концентрации в ряде компаний в 2005–2009 гг. и значимое положительное влияние на эти процессы котировок ценных бумаг компании на фондовых рынках, деятельности в условиях высокой конкуренции на товарных рынках, а также размеров иностранного участия. Негативное влияние оказалось характерно для владения российских частных собственников и наличия у предприятий инвестиционных планов. Эмпирический анализ основан на данных двух раундов мониторинга около 1000 крупных и средних предприятий, выполненного Институтом анализа предприятий и рынков ГУ ВШЭ в 2005 и 2009 г. Используются бинарная и порядковая регрессии.

Ключевые слова: акционерная собственность, концентрация собственности, корпоративный контроль.

Классификация JEL: G32, G34, P26.

1. Введение: цель и информационная основа анализа

В течение почти 15 лет исследователи российской экономики единодушно поддерживали тезис о том, что возникшей в начале 1990-х годов акционерной собственности присущ высокий уровень концентрации, причем он был практически одинаковым для компаний разных секторов и размеров, а также открытых и закрытых акционерных обществ (АО). С середины 1990-х годов начался быстрый рост концентрации, хотя приватизация и была изначально нацелена на формирование распыленного владения. Подобная реакция предпринимателей на несовершенство законодательства и правоприменительной практики на фоне вывода активов в интересах менеджеров была предсказана Дж. Стиглицем (Stiglitz, 1999). Акционеры стремились сохранить права собственности и упрочить контроль над бизнесом. В итоге в системе корпоративного управления основным игроком стал контролирующий акционер, во многих случаях занимающий и позицию первого исполнительного руководителя. Это способствовало преодолению «проблемы безбилетника» (у крупных акционеров есть стимулы развивать бизнес) и смягчению «агентской проблемы». Обратной стороной этого способа преодоления оппортунизма менеджеров стало игнорирование прав мелких акционеров мажоритарными собственниками и фактическое превращение АО в частные фирмы. Вопрос о степени

¹ Статья подготовлена в рамках темы Программы фундаментальных исследований НИУ ВШЭ 2010 г. Автор благодарна коллегам из Института анализа предприятий и рынков НИУ ВШЭ за совместную работу и помощь, а также доктору экономики Ду Юланю (Китайский Университет Гонконга), профессорам А.З. Бобылевой, Д.Л. Волкову, И.И. Родионову и другим участникам XI Международной конференции НИУ ВШЭ и мероприятий, где представлялись результаты исследований, за полезные комментарии и дискуссии. Особую благодарность автор выражает анонимному рецензенту за замечания и конструктивные предложения, направленные на улучшение статьи.

концентрации собственности связан и с перспективами развития российской модели корпоративного управления, и с практическими задачами защиты прав собственности.

В статье поставлена задача изучить динамику концентрации собственности во второй половине 2000-х годов – в период быстрого экономического роста. Постепенное преодоление трансформационного спада создало стимулы к реструктуризации предприятий, удлинению горизонта принятия решений собственниками и менеджерами, получению доходов от работающего и приносящего прибыль предприятия, а не выводу его активов в другие фирмы или потребление. Все это способствовало появлению заинтересованности частного бизнеса в более четкой спецификации прав собственности и инвестированию в производство (Долгопятова, Ивасаки, Яковлев, 2009). Институциональным следствием произошедших изменений стало улучшение корпоративного законодательства и правоприменительной практики (Национальный доклад, 2008, 2009).

Для значительной части владельцев фирм весомыми стали рыночные мотивы развития бизнеса: рост прибыли и стоимости компаний, расширение (сохранение) доли на глобализующемся рынке. Усилились мотивации выходить на рынки кредитных заимствований, в том числе на мировые, а также на фондовые рынки с облигациями и акциями (Паппэ, Галухина, 2009). Расширение практики размещения акций крупным бизнесом, а также регулирующих мер государства способствовало развитию российского фондового рынка. Эволюция поведения привела к повышению спроса бизнеса на инструменты корпоративного управления. Собственники оказались заинтересованными использовать их для контроля деятельности наемных менеджеров, в соблюдении стандартов корпоративного управления для улучшения имиджа компании, особенно при ее выходе на глобальные финансовые рынки или размещении акций на биржевых площадках за рубежом.

Непосредственным стимулом к исследованию послужил тот факт, что еще в 2006 г. в обзоре «Стандарт энд Пурз» по 70 крупнейшим российским публичным компаниям (Исследование информационной прозрачности, 2006) были получены первые свидетельства децентрации владения. В нашей работе оцениваются тенденции изменения концентрации на «обычных» предприятиях обрабатывающей промышленности (не голубых фишках, не представляющих топливно-энергетический сектор, не являющихся очень крупными) и определяющие эти тенденции факторы.

Эмпирическая основа исследования – мониторинг конкурентоспособности фирм, охвативший до 1 тыс. предприятий обрабатывающей промышленности (восьми видов экономической деятельности) с числом занятых не менее 100 и не более 10 тыс. человек². Первый раунд мониторинга был проведен на рубеже 2005–2006 гг. ГУ ВШЭ и Всемирным банком и охватывал 1002 предприятия, распо-

² Описание принципов формирования выборки и результатов первого раунда приведено в (Российская промышленность, 2008), а итоги второго раунда – в (Предприятия и рынки, 2010).

ложенные в 49 регионах России. Средняя численность занятых составила 661 человек (медиана – 315). Второй раунд, выполненный в феврале–июне 2009 г. ИАПР и «Левада-центром» по заказу и при финансовой поддержке Минэкономразвития России, охватил 1006 фирм. В финальную выборку вошло 957 предприятий из 48 регионов, среднее число занятых – 587 человек (медиана – 290). Панельная выборка, в которой руководители предприятий участвовали в обоих опросах, включала 499 объектов.

В анализе использованы данные по хозяйственным обществам, составившим более 95% всей выборки и ее панельной части. Они охватывают три основных формы организации предприятий: открытые АО, закрытые АО и общества с ограниченной ответственностью (ООО). Именно для этих форм стоит обсуждать структуру владения и инструменты обеспечения контроля над бизнесом. Обычно эти вопросы рассматривают только для АО, но ООО включены нами в анализ неслучайно. Сегодня интеграционные процессы способствовали переплетению ООО и АО в группах компаний, где многие материнские (управляющие) компании часто существуют в форме ООО, контролируют деятельность открытых и закрытых АО, что неизбежно отражается на структуре их собственности и работе внутрикорпоративных механизмов.

Статья имеет следующую структуру. Во втором разделе кратко охарактеризованы тенденции изменения концентрации собственности в 1990-е – первой половине 2000-х годов на материалах разных опросов, в третьем – по данным мониторинга представлена динамика концентрации и ее связь с механизмами корпоративного контроля. В четвертом разделе сформулированы гипотезы и проведен эмпирический анализ факторов, которые могли повлиять на выявленные изменения. В завершающей части обсуждаются результаты.

2. Концентрация собственности в компаниях: эмпирические свидетельства

Массовая приватизация изначально пошла по пути создания широкого круга акционеров, в основном из числа работников предприятий (Blasi et al., 1997). В условиях несовершенства правовых институтов, отсутствия возможности через дивиденды реализовать права собственности на фоне трансформационного спада и высокой инфляции сразу запустили процессы сосредоточения крупного пакета акций в руках небольшой консолидированной группы или одного акционера. Новые частные АО создавались как компании с высокой концентрацией капитала. Основным стимулом была необходимость установления (для внешних собственников) или сохранения, получения легитимных прав (для менеджеров) контроля над деятельностью предприятия и его финансовыми потоками. Собственники и потенциальные инвесторы понимали, что только весомое владение позволит защитить их права и

поставить под контроль управляющих в специфических институциональных рамках. Иными словами, стимулом концентрации стало слабое корпоративное управление (а вернее, – его отсутствие в 1990-е годы).

Действительно, для приватизационной истории российского бизнеса характерны интенсивные процессы перераспределения капитала. По данным разных опросов (Российский экономический барометр (РЭБ), ГУ ВШЭ, Центр экономической конъюнктуры при Правительстве РФ), в 1990-е – начале 2000-х годов ежегодно примерно 5–7% компаний меняли основного собственника. В первой половине 2000-х годов интенсивность передела несколько возросла – примерно до 7–10%. Его особенностью стал переход крупных пакетов акций путем и широко распространившихся недружественных поглощений, и добровольного выхода из бизнеса с премией за контроль, чем активно пользовались тогда «красные директора». В условиях высокой концентрации основным внешним механизмом корпоративного управления служит рынок корпоративного контроля, тогда как фондовый рынок приобрел некоторое значение для узкой группы крупнейших компаний, выставивших в свободное обращение небольшие пакеты акций.

Все эмпирические исследования российских предприятий с середины 1990-х годов свидетельствовали о постоянно растущей концентрации акционерной собственности. Доля владения крупнейшего акционера в капитале промышленных предприятий в начале 2000-х годов в среднем составляла 25–40%, в конце 2000-х годов, по данным РЭБ, превысила 60% (рис. 1)³. Уровень концентрации капитала год от года возрастал, и очень быстро большинство АО попали под жесткий контроль одного или тесной коалиции акционеров. В начале 2000-х годов удельный вес обществ, в которых есть акционер с блокирующим пакетом, в разных выборках составлял 30–65%, а обществ с держателем более половины акций оценивался, по разным свидетельствам, – от 20 до 40% выборок (Капелюшников, Демина, 2005; Структурные изменения, 2004). При этом, например, о наличии контролирующего предприятие собственника в конце 2002 г. сообщили две трети руководителей открытых АО (Развитие спроса, 2003).

В середине 2000-х годов крайне высокая концентрация собственности оставалась неотъемлемой чертой российского корпора-

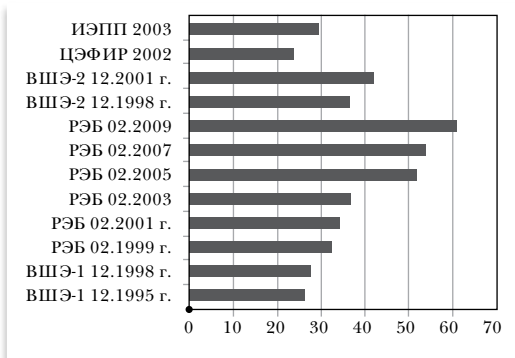


Рис. 1

Доля крупнейшего акционера по данным обследований руководителей промышленных предприятий, %

Источники: РЭБ (Aukutsionek et al., 2009); ИЭПП (Дробышевский и др., 2003); ЦЭФИР (Гуриев и др., 2003); ВШЭ-1, опрос 1999 г.; ВШЭ-2, опрос 2002 г. (Структурные изменения, 2004).

³ Опросы проведены на разных по размеру и охвату отраслей выборках, но данные в совокупности иллюстрируют тенденции в промышленном секторе.

тивного сектора. По данным представительного опроса руководителей 822 акционерных обществ⁴, почти 70% обследованных предприятий характеризовались присутствием акционера с пакетом акций свыше половины уставного капитала, у 17% фирм в руках крупнейшего акционера был сосредоточен блокирующий пакет, но не было контрольного. Лишь у 13% акционерных обществ на тот момент отсутствовал держатель блокирующего пакета. В числе обществ с владельцем контрольного пакета менее трети указали, что в их компаниях есть второй крупный акционер, которому принадлежит блокирующий пакет. В итоге почти половина компаний имела акционера с контрольным пакетом акций, чья власть заведомо не была ограничена другим крупным собственником. Подобная концентрация в равной степени была характерна для предприятий разных отраслей и размеров, а также компаний, представленных или не представленных на биржах. При этом о наличии фактически полностью контролирующего бизнес собственника сообщали более 87% респондентов.

Крайне высокий уровень концентрации собственности в середине 2000-х оказался присущ и крупнейшему бизнесу. По данным «Стандард энд Пуэрз», в 75 российских компаний, давших 90% капитализации всех российских публичных фирм (Портрет совета директоров, 2007), доминирующему акционеру принадлежало в среднем 58% акций. При этом в компаниях, чьи акции торгуются на зарубежных биржах, эта доля не превышала 50% (в 17 компаниях, имеющих листинг LSE, – 56%, в компаниях с листингом на NYSE/NASDAQ – около 34%).

Подчеркнем, что наряду с приобретением дополнительных пакетов акций крупнейшим акционером, фиксируемым опросами, увеличение концентрации в начале десятилетия может объясняться также повышением прозрачности отношений собственности, более адекватным раскрытием информации о собственнике пакетов акций, ранее формально разделенных между другими различными владельцами (оффшорами, номинальными держателями, различными цепочками юридических лиц).

Как показало еще межстрановое исследование Р. Ла Порта и его коллег (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, 1999), распыленная собственность отнюдь не является правилом. Высокий уровень концентрации присущ компаниям большинства развитых стран, где сложилась модель «блокхолдера» (Капелюшников, 2006). Высокий уровень концентрации собственности наблюдается во всех странах с переходной экономикой, несмотря на различие в исходных методах приватизации и в качестве институтов. В России на фоне жестких корпоративных конфликтов очень быстро сложилась модель контролирующего собственника, что свидетельствует и о серьезных изъянах институциональной среды, и о наличии потенциально привлекательных активов, за которые развернулась серьезная борьба (Woodruff, 2003). Спра-

⁴ Опрос проведен в 64 регионах России в АО промышленности и связи с числом занятых более 100 человек, причем более 100 АО были представлены акциями или облигациями на биржах. Подробное описание выборки и проекта ИАПР и Университета Хитоцубаши см. (Российская корпорация, 2007).

ведливости ради отметим, что Россия сегодня не является исключением среди стран с переходными экономиками, о чем свидетельствует, например, обследование Европейского банка реконструкции и развития и Всемирного банка в 2009 г.⁵ Средняя доля владения крупнейшего собственника в открытых компаниях составляет почти 68%, и Россия занимает только девятое место с 69% долей владения, но, что примечательно, она стала лидером по удельному весу фирм, уклонившихся от ответа, – почти 12% (при средней доле по выборке в 5%).

3. Динамика концентрации собственности: свидетельства мониторинга

Для оценки концентрации в настоящей работе используется разбиение выборки на три группы предприятий: с высоким, средним или низким уровнем концентрации⁶. Высоким мы называем уровень концентрации при существовании собственника (консолидированной группы собственников), владеющего более половиной акций (паев) общества. Средний уровень определен как наличие у крупнейшего владельца (одного лица или коалиции) блокирующего пакета акций или паев (свыше 25, но не более 50%). Низкий уровень концентрации наблюдался, когда на оба вопроса был дан отрицательный ответ (нет владельца хотя бы блокирующего пакета).

Данные мониторинга позволяют оценить возникшую во второй половине 2000-х годов тенденцию снижения концентрации собственности на ряде предприятий. Первый раунд продемонстрировал, что в 2005 г. высокий уровень был характерен для 3/4 хозяйственных обществ, всего 8% составили предприятия со средним уровнем концентрации и 16% – с низким. При этом почти 44% обществ имели собственника, не ограниченного вторым крупным совладельцем. Распределение объектов по уровню концентрации было схожим для предприятий разных размеров и видов экономической деятельности, представленных или не представленных на биржах.

По данным второго раунда, в конце 2000-х годов, концентрация собственности снизилась (рис. 2): в 2009 г. менее чем в 2/3 хозяйственных обществ ее уровень был высоким, но уже в каж-

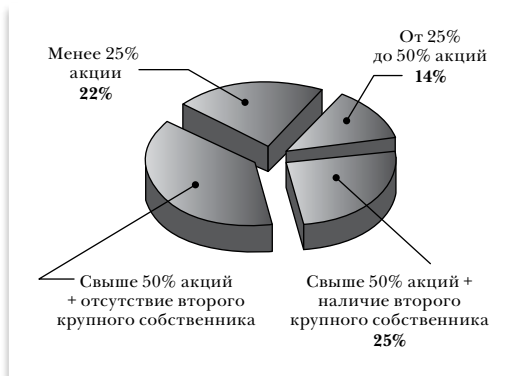


Рис. 2

Группировка хозяйственных обществ по уровню концентрации собственности
Источник: данные второго раунда мониторинга.

⁵ Обследование Business Environment and Enterprise Performance Survey (BEEPS) проведено на фирмах 28 стран с переходной экономикой (Центральная, Восточная и Южная Европа, СНГ и страны Балтии; см. <http://www.ebrd.com/country/sector/econo/surveys/>).

⁶ Основа разделения – ответы на вопросы анкеты: а) сложился ли на предприятии собственник (или консолидированная группа собственников), которому принадлежит 50% плюс одна акция; б) есть ли на предприятии собственник, которому принадлежит пакет акций более 25%? Избран грубый способ измерения концентрации, так как после прямого вопроса о доле владения крупнейшего собственника значительная часть респондентов обычно отказывалась отвечать, а иногда – и участвовать в опросе в принципе.

Таблица 1

Распределение фирм панельной выборки
по уровню концентрации капитала, %

Группа предприятий по уровню концентрации	2005 г.	2009 г.	Изменения, п.п.*
Низкая	15,4/16,8	15,7/18,5	+0,3/+1,7
Средняя	11,0/9,4	15,0/13,9	+4,0/+4,5
Высокая	73,6/73,9	69,3/67,7	-4,3/-6,2
– в том числе с наличием второго крупного владельца	33,2/30,4	28,7/27,2	-4,5/-3,2
– с отсутствием второго крупного владельца	40,4/43,5	40,6/40,5	+0,2/-3,0
Число фирм	337/405	286/368	–

* В числителе приведены данные по АО, в знаменателе – по АО и ООО.

дом пятом обществе – низким. В итоге у менее 39% предприятий был доминирующий владелец, не ограниченный вторым крупным собственником. По-прежнему не обнаружено существенных расхождений по видам экономической деятельности и размерам бизнеса.

Для корректной оценки динамики концентрации сопоставим предприятия панельной выборки (табл. 1). По всем хозяйственным обществам доля фирм с высоким уровнем концентрации уменьшилась более чем на 6 п.п., по АО снижение было меньшим – на 4,4 п.п. Уровень концентрации собственности в основном снижался на предприятиях, где четыре года назад он был высоким (табл. 2). В итоге в весомой группе хозяйственных обществ – пятой части – пакет акций или паев в руках крупнейшего владельца уменьшился, а в шестой части – он, напротив, увеличился⁷. При учете изменений в условиях осуществления контроля (переходов компаний внутри группы с высокой концентрацией) доля фирм, сохранивших прежний уровень концентрации и контроля, снизилась до 37%, падение уровня характерно для 32% обществ, а рост – для 31%.

Подчеркнем, что при избранном способе оценки концентрации подобные результаты опросов отчасти можно объяснить не только продажей акций или паев новым владельцам, но и произошедшим четким разделением владения между собственниками, представлявшими ранее единую команду или коалицию.

Распределение предприятий по динамике концентрации в разрезе видов экономической деятельности иллюстрирует рис. 3. Преобладание оценок в пользу падения характерно для металлургии, производства машин и оборудования, изделий из дерева, электронного и оптического оборудования. В трех отраслях превалировал рост концентрации, а баланс оценок в пищевом производстве был нулевым. Не исключено, что отрасли еще находятся на разных этапах преодоления шоков

⁷ Различия между распределениями предприятий на три группы по уровню концентрации в 2005 и 2009 г. оказались статистически незначимы, однако наличие 20%-ного кластера компаний со снижением концентрации свидетельствует о возможном возникновении некоей новой тенденции для российского бизнеса.

Таблица 2

Распределение фирм панельной выборки
по динамике концентрации капитала, %

Направление движения фирм между группами с разной степенью концентрации*		Изменение уровня концентрации в 2009 г. по сравнению с 2005 г.*	
От низкой к высокой	8,8/9,9	Рост	17,5/17,4
От низкой к средней	3,3/2,6		
От средней к высокой	5,5/4,9		
Была и осталась низкая	3,6/3,5	Без изменений	63,9/62,6
Была и осталась средняя	3,6/3,2		
Была и осталась высокая	56,6/55,9		
От средней к низкой	0,4/0,6	Падение	18,6/20,0
От высокой к средней	8,0/7,2		
От высокой к низкой	10,2/12,2		
Число фирм	274/345	Число фирм	274/345

* В числителе приведены данные по АО, в знаменателе – по АО и ООО.

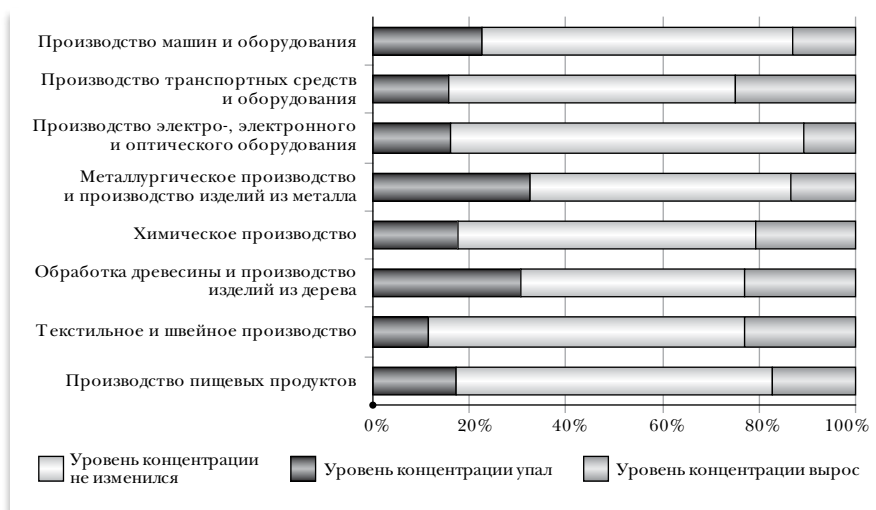


Рис. 3

Распределение хозяйственных обществ по динамике концентрации собственности в разрезе видов экономической деятельности, %

Источник: данные второго раунда мониторинга.

реформ и приватизации 1990-х годов, завершения коренной рыночной реструктуризации бизнеса. Менее привлекательные для инвесторов предприятия продолжают процесс концентрации собственности и контроля, который для лидеров адаптации уже завершился.

Какое влияние на эту динамику могли оказать внешние механизмы корпоративного контроля? Что касается фондового рынка, то

среди фирм, чьи акции или облигации представлены на биржах (таковых в выборке менее 9%), более 42% снизили уровень концентрации против менее 18% неторгуемых компаний. Сделки на рынках корпоративного контроля мы измеряли фактом смены основных собственников в течение 2005–2008 гг. По данным второго раунда, в 2005–2008 гг. их сменили чуть более 23% хозяйственных обществ, то есть в среднем 6% ежегодно – по панельной выборке.

Участие в сделках корпоративного контроля привело к более высокой концентрации владения в 2009 г., хотя оно происходило на фоне ее более стабильного уровня (табл. 3). Зависимость между уровнем концентрации и появлением новых собственников линейная: при наиболее высокой концентрации (и при отсутствии другого центра контроля) почти 29% объектов ранее прошли через сделки контроля, тогда как наличие второго собственника и средний уровень понизили эту долю до 23%. Всего 17% предприятий с низким уровнем контроля ранее меняли владельцев. В то же время именно фирмы, на которых не было смены собственников, характеризовались более динамичным изменением концентрации и в сторону падения, и в сторону роста. У компаний, сохранивших основных собственников, доля объектов с падением концентрации составила 22%, что в полтора раза больше, чем при приходе новых владельцев.

Особой формой контроля выступает корпоративная интеграция: пребывание в группе компаний делает предприятие зависимым от управляющей компании и ее владельцев, принимаемых ими решений, распределения полномочий в рамках группы. По нашим данным, концентрация снизилась на 21% и выросла на 19% независимых пред-

Таблица 3

Роль сделок на рынке корпоративного контроля
в концентрации капитала хозяйственных обществ, %

Характеристики групп предприятий	Прошли через смену владельцев	Не прошли через смену владельцев	Значимость различий (критерий χ^2)
Низкая концентрация	15,6	24,2	0,049*
Средняя концентрация	13,7	21,4	
Высокая концентрация	70,7	55,4	
– в том числе при отсутствии второго крупного владельца	46,7	36,3	
Падение уровня концентрации	13,8	22,0	0,078**
Неизменный уровень концентрации	73,8	59,8	
Выросший уровень концентрации	12,5	18,1	

* – результат, значимый на уровне 5%.

** – результат, значимый на уровне 10%.

приятый. В это же время входящие в группы компаний предприятия отличались более стабильным состоянием: здесь падение было характерно для 17% фирм, а рост – для 14%. Наибольшая тенденция к снижению концентрации при этом отличала управляющие компании, более 27% из них понизили уровень концентрации (против менее 15% рядовых участников групп). Однако все эти расхождения в оценках динамики не были статистически значимыми даже на уровне 10%.

Таким образом, концентрация собственности остается высокой, но пределы ее, по-видимому, достигнуты. Во второй половине 2000-х годов во многих компаниях начался процесс падения концентрации, имевший место в некоторых отраслях и в большей степени характерный для устоявшихся собственников бизнеса, которые владели им более четырех лет.

4. Эмпирический анализ

Эмпирические исследования уровня концентрации фирм в переходных экономиках на одних и тех же совокупностях обнаружили ее позитивную динамику в течение многих лет после приватизации. При этом процессы концентрации связывались со слабой защитой прав собственности в переходных экономиках (Россия в этом плане была в числе «лидеров»), особенностями правовых систем, необходимостью более жесткого мониторинга деятельности менеджеров, а также наличием частных выгод контроля от экспроприации миноритариев и возможностями беспрепятственного вывода активов (характерного для России вплоть до финансового кризиса 1998 г.) (Aukutsionek et al., 2009; Grosfeld, Hashi, 2007; Капелюшников, Демина, 2005; La Porta et al., 1998, 1999; Sprenger, 2009).

В настоящем разделе представлено исследование как внешних, так и лежащих на стороне интересов и действий владельцев компаний факторов, которые могли способствовать выявленной дифференциации в динамике концентрации владения на промышленных предприятиях. В этом контексте особенно полезной стала работа (Grosfeld, Hashi, 2007), в ней были проанализированы факторы, определяющие динамику концентрации в компаниях Польши и Чешской Республики.

Мы сформулировали ряд гипотез о влиянии поведенческих характеристик бизнеса на динамику концентрации, исходя из теоретических оснований, эмпирических результатов и более ранних наблюдений за российскими фирмами.

1. Снижение концентрации стимулируют инвестиционные потребности бизнеса, его активная инвестиционная политика (индикаторами инвестиционной активности выступили оценки уровня инвестиций в предшествующие годы, а также потребность в привлечении новых инвестиций в последующие после опроса 12 месяцев). Поэтому падению концентрации может способствовать и присутствие компаний на фондовых рынках, где они привлекают инвестиции, и внеш-

ний фактор конкурентной среды, подталкивающий бизнес к развитию. В то же время Гросфельд и Хаши (Grosfeld, Hashi, 2007) **выдвинули** противоположную гипотезу, полагая, что более высокая инвестиционная активность (как показатель перспектив развития фирмы) будет подталкивать собственников увеличивать свою долю владения в фирме.

2. Определенное влияние может оказать позиция основных собственников. Несмотря на то, что в (Grosfeld, Hashi, 2007) выдвинута и подтверждена на данных о польских фирмах гипотеза о положительном влиянии наличия крупного иностранного собственника на рост концентрации, нам представляется, что российские условия отличаются от страны, которая пошла по пути вхождения в ЕС. По нашему мнению, наличие иностранных владельцев способствует деконцентрации, исходя из их представлений о рациональной структуре капитала, а российские владельцы, выросшие в условиях взаимного недоверия и проявления крайнего оппортунизма менеджмента, скорее, предпочитают сохранить высокую концентрацию.

3. Как показали предшествующие исследования (Organization, 2009, chapter 2), **предприятия с высоким и средним уровнями концентрации** обычно более решительно проводили реструктуризацию в отличие от фирм с распыленным владением. Обычно меры, связанные с перестройкой бизнеса, требуют консолидированных усилий собственников и топ-менеджеров, что может поддерживать стимулы к стабилизации или повышению уровня концентрации. При этом в качестве основных показателей реструктуризации взят факт осуществления следующих мер: «совершенствование организационных структур» и «диагностика и реструктуризация бизнес-процессов».

Для тестирования гипотез использованы две разновидности моделей выбора: бинарная логистическая и порядковая пробит регрессии. В первом случае зависимой является переменная, принимающая значение «1» при переходе предприятия в группу с более низким уровнем концентрации собственности и «0» – при сохранении позиции или переходе в группу с более высоким уровнем. Во втором случае зависимая переменная принимает три значения: «3» – снижение, «2» – стабильность, «1» – рост концентрации⁸. Независимые переменные и спецификации для обоих случаев идентичны.

Контрольными переменными выступают размеры бизнеса (логарифм численности занятых), принадлежность к одному из видов экономической деятельности (базовая категория – производство машин и оборудования), организационно-правовая форма (базовая категория – ООО). Отраслевая принадлежность, как мы видели, может быть самостоятельным фактором разнонаправленной динамики концентрации собственности. Что касается размера, то, по нашим наблюдениям, в первые годы после приватизации обычно наблюдалась невысокая концентрация собственности на более крупных предприятиях, хотя к началу 2000-х годов эти различия стерлись (Россий-

⁸ Использование обратного порядка значений облегчает сравнение результатов по двум моделям.

ская корпорация, 2007), и это, скорее всего, объясняется доминирующим воздействием институциональной среды.

Описательная статистика независимых переменных представлена в табл. 4. Наши предположения подтверждаются парными распределениями для факта присутствия ценных бумаг компании на биржах, ее структуры собственности, наличия конкурентной среды, а также совершенствования организационных структур. Хотя по восьми видам деятельности различия оказались незначимыми, но разброс составил более 20 п.п.: падение концентрации в наибольшей степени характерно для металлургии (32%), в наименьшей – для текстильного и швейного производства (11%).

Таблица 4

Описательная статистика хозяйственных обществ с разной динамикой концентрации собственности

Независимые переменные	Падение	Нет изменений	Рост	Значимость различий ^{1, 2}
Среднее число занятых, человек	725	569	593	0,577 (0,319)
ООО, % ³	26,1	19,0	20,0	0,504 (0,192)
Закрытые АО, %	17,4	26,9	26,7	
Открытые АО, %	56,5	54,2	53,3	
Компании, осуществившие значительные инвестиции в 2005–2008 гг., % ³	43,5	43,7	50,0	0,567 (0,970)
Компании, осуществившие незначительные инвестиции в 2005–2008 гг., %	30,4	28,8	33,3	
Компании, не осуществлявшие инвестиций в 2005–2008 гг., %	26,1	27,4	16,7	
Компании, планирующие инвестиции в ближайший год, %	27,9	32,7	37,9	0,505 (0,370)
Компании, ценные бумаги которых представлены на фондовых биржах, %	21,2	7,8	5,2	0,003*** (0,001***)
Средняя доля владения иностранных инвесторов, % уставного капитала	15,8	7,4	7,2	0,075* / 0,023**
Средняя доля владения российских частных собственников, % уставного капитала	77,5	90,8	90,4	0,009*** (0,002***)
Компании, работающие в конкурентной среде, %	44,9	36,1	26,7	0,098* (0,093*)
Компании, совершенствующие организационные структуры, %	53,6	67,1	66,7	0,115 / 0,038**
Компании, проводящие реструктуризацию бизнес-процессов, %	34,8	42,6	41,7	0,512 (0,250)

¹ Сравнение частот – тест χ^2 , сравнение средних – тест Крускала–Уоллеса; «*» – значимо на уровне до 10%, «**» – до 5%, «***» – до 1%.

² В скобках показана значимость различий при сравнении трех групп, без скобок – фирм с падением уровня концентрации и остальных предприятий.

³ Используется как референтная категория.

Гипотезы тестировались на выборке хозяйственных обществ в разных спецификациях. Предварительно рассчитана базовая модель М0, характеризующая вклад исключительно основных характеристик бизнеса (размера, отраслевой принадлежности, организационно-правовой формы и уровня конкуренции). Модель М1 отражает поведенческие характеристики (инвестиционное поведение и выход на фондовый рынок), в модель М2 добавлены оба индикатора реструктуризации, а в М3 – внешний фактор работы фирмы в конкурентной среде. Эти модели не учитывали влияние отраслевой принадлежности бизнеса, отраслевые даммы включены в модели М4–М6.

Результаты по бинарной регрессии (см. Приложение, табл. П1) показывают, что модель М0 незначима, она не позволила улучшить предсказание зависимой переменной. Модели М1–М6 улучшали прогноз распределения на 3–5 п.п. Наиболее весомое позитивное влияние (увеличение шансов падения концентрации в 5–7 раз) устойчиво оказывал факт присутствия ценных бумаг компании на биржах⁹. Также стабильно прослеживалось отрицательное влияние размера владения российских инвесторов. Впрочем, исключение этой переменной из спецификаций сделало значимым (на уровне до 5%) положительное влияние доли участия иностранных инвесторов практически без изменения коэффициентов при других переменных и их значимости (при незначительном ухудшении параметров моделей).

Не подтвердилось ожидаемое влияние инвестиционного поведения: не выявлена роль прошлой инвестиционной активности в 2005–2008-е годы. Напротив, относительно устойчивым было отрицательное влияние инвестиционных планов на ближайший год. Но, как и ожидалось, позитивным оказался факт работы фирмы в конкурентной среде.

Контроль отраслей не отразился на роли независимых переменных. В бинарной модели (в отличие от порядковой регрессии) проявилась определенная отрицательная роль принадлежности к закрытым компаниям, а среди отраслей – неустойчивая положительная роль принадлежности к металлургическому производству только в модели М6 (на уровне 0,095).

Для порядковых пробит-моделей получены близкие результаты (см. Приложение, табл. П2). Модель, аналогичная базовой, не была значимой. В спецификациях без отраслевого контроля вхождению компаний в группы с падающей или неизменной концентрацией содействовали присутствие ценных бумаг на биржах, доля капитала в руках иностранных инвесторов, наличие конкурентной среды, а планы по инвестированию и размер владения российских инвесторов – препятствовали. Контроль отраслей не изменил результатов, добавив в число значимых принадлежность к текстильному и швейному производству и производству транспортных средств. Роль организационной формы нигде не проявилась.

⁹ В уравнения включен индикатор присутствия акций или облигаций компании на фондовом рынке в начале 2009 г. Ведь к середине 2008 г. была заморожена практика размещения ценных бумаг, причем у российских компаний от начала подготовки размещения до его фактического осуществления проходит, как минимум, полтора-два года по акциям или пять-шесть месяцев по облигациям. Мы посчитали возможным опереться на данные второго раунда мониторинга, оценивающие состояние на момент, предшествующий на год-полтора оценке концентрации. При этом аналогичные расчеты с использованием показателя наличия ценных бумаг на рынках в 2005 г. давали в целом близкие результаты.

Для оценки устойчивости полученных результатов были рассчитаны модели М0–М6 порядковой регрессии, в которой зависимая переменная могла принять пять значений:

- 1) сильное снижение концентрации (переход из группы с высокой концентрацией в группу с низкой);
- 2) снижение (переход из групп с высокой/средней концентрацией в группу со средним/низким уровнем);
- 3) стабильность;
- 4) рост (переход из групп с низким/средним уровнем концентрации в группы со средним/высоким уровнем);
- 5) заметный рост (переход из группы с низкой концентрацией в группу с высокой)¹⁰.

Расчеты показали, что все независимые переменные, в том числе и дамми-переменные для тех же отраслей, сохранили знаки влияния, близкие величины коэффициентов и уровень их значимости (при этом в некоторых спецификациях значимость влияния переменной планирования инвестиций составила уже 5%).

Таким образом, удалось выявить устойчивое положительное влияние рыночных условий на стимулы снижать концентрацию, а также предполагаемое влияние российских и иностранных совладельцев. Гипотезы о роли инвестиционной активности и реструктуризации бизнеса не нашли подтверждения.

5. Заключение: обсуждение результатов анализа

Особенностью структуры собственности, сложившейся еще в конце 1990-х годов в России, стала очень высокая концентрация капитала, которая позволяла крупным собственникам контролировать органы управления обществом и непосредственно участвовать в исполнительном управлении. Но 2000-е годы отличились не только экономическим подъемом, но и постепенным улучшением качества институтов и практики корпоративного управления, ростом спроса со стороны частного бизнеса на его инструменты. С одной стороны, процессы развития институтов на фоне благоприятной экономической конъюнктуры способствовали изменению отношений собственности и использованию фондового рынка, с другой, – наблюдалась и обратная связь: эти изменения, так или иначе, подталкивали к совершенствованию внутрикорпоративных механизмов в компаниях, тем самым несколько повышая защиту акционеров.

В исследовании впервые выявлены признаки снижения концентрации собственности на российских предприятиях обрабатывающей промышленности. Тенденцию падения концентрации собственности вызвал вывод ценных бумаг компаний на биржи, работа на конкурентном рынке, а также более высокая доля капитала в руках у иностранных владельцев. Уровень концентрации перестает быть одинаковым, наблюдается дифференциация ее динамики на разных предприятиях, хотя в отраслевом разрезе устойчивых трендов не выявлено. Не исключено, что распыленное

¹⁰ Автор благодарит рецензента, подсказавшего данный способ тестирования. Проверка методом скользящего контроля также подтвердила устойчивость результатов.

владение – уже не столько сигнал плохого состояния предприятия и слабой реструктуризации (как свидетельствовали различные исследования до середины 2000-х годов), сколько результат сознательных шагов доминирующих собственников развивающегося бизнеса, ведь чаще снижали уровень концентрации компании, не проходившие через смену владельцев.

В то же время, тесная связь между динамикой концентрации и склонностью к инвестированию пока не проявилась, причем факту планирования инвестиций предшествовал тренд усиления концентрации, что в определенной степени согласуется с гипотезой Гросфельда и Хаши (Grosfeld, Hashi, 2007) об активной инвестиционной политике. Но не исключено, что наш результат связан с недостатками использованных индикаторов инвестиционного поведения. Анализ может быть развит, например, путем учета внешних и альтернативных фондовому рынку источников инвестирования, прежде всего, – банковских кредитов; также стоило бы оценить масштабы инвестиций с помощью количественных переменных.

Не обнаружено роли реструктуризации. В предшествовавших исследованиях обычно речь шла о необходимости системной реструктуризации. Не исключено, что период болезненной постреформенной адаптации бизнеса к рыночным условиям позади. Текущие же изменения происходят в режиме обычной работы топ-менеджмента, не требуя тем самым жесткой централизации власти в компании. Иное объяснение может вытекать из стимулов диверсифицировать вложения, когда владельцы будут предпочитать другие прибыльные активы вместо серьезных вложений в предприятие, продукция которого в условиях динамичного экономического роста и так пользуется спросом.

Изменение структуры капитала – всегда принципиальное решение собственников. Действия крупных владельцев могут отражать тот факт, что они в состоянии контролировать бизнес, не опасаясь других мелких совладельцев, при несколько меньшем уровне концентрации, чем это было необходимо в 1990-е годы. Кроме того, стало понятно, что нецелесообразно омертвлять средства в избыточных пакетах акций, так как экономический рост предоставил и другие, более эффективные, возможности вложений: рынки слияний и поглощений, фондовые площадки. Процессы деконцентрации, свойственные, как мы видели, пятой части предприятий выборки, стали следствием эволюции разнообразных мотивов собственников, связанных с диверсификацией их вложений. Помимо мотивов максимизации доходов от собственности, диверсификация может быть связана и с потребностями обеспечения устойчивости всего принадлежащего им бизнеса, желанием смягчить риски нарушения прав собственности путем распределения владения по регионам и странам (юрисдикциям).

Кроме того, кризис мог стать альтернативой эволюционным изменениям, стимулом – пусть вынужденным – отказаться от части бизнеса. В деловых изданиях приводились примеры продажи пакетов акций предприятий, но предприятия часто продавались цели-

ком. По данным мониторинга это шоковое воздействие не подтверждается. При оценке 19 основных мер, направленных на преодоление последствий кризиса, менее 6% фирм прибегали к продаже активов предприятия. Эта мера заняла последнее место из числа оцениваемых. Да и связи продажи активов со склонностью к снижению концентрации не выявлено, напротив, продажа в два раза чаще наблюдалась среди фирм со стабильным или растущим уровнем концентрации. Правда, кризис мог создать стимулы более четко разделить владения между ранее консолидированными собственниками, способствуя распаду их коалиции и разделу сфер контроля.

Однако не стоит игнорировать и опосредованное влияние кризиса, которое связано с выявленными факторами, – он создает стимулы развивать корпоративное управление. Безусловно, кризис убрал с повестки дня мотивы инвестиционной экспансии и негативно повлиял на корпоративное управление, сделав расходы на него одной из первых статей экономии (Modern Corporate Governance, 2010). Произошла и определенная дискредитация идеи IPO¹¹, кроме того, российское правительство осуществило ряд протекционистских мер, фактически снизивших остроту конкуренции с иностранными производителями. Стоит упомянуть случившееся в 2009 г. сокращение потока прямых иностранных инвестиций почти на 40% по сравнению с предшествующим годом (также наполовину сократился объем взносов в капитал). Тем самым произошло частичное перекрытие канала импорта стандартов корпоративного управления, прекратилось их освоение в компаниях. Возросли риски ущемления прав собственности крупных акционеров при продаже части акций, затормозив наблюдаемые процессы падения концентрации.

Мотивы собственников стоит принимать во внимание и при оценке взаимосвязи динамики концентрации с инвестиционным процессом. На примере крупных компаний стало широко известно, что при размещении их ценных бумаг на биржах вырученные средства часто идут в карман ведущему акционеру для других его целей и не возвращаются фирме-эмитенту, поэтому связи с инвестированием в ней не возникает. Вместе с тем доступность заемных средств связана со степенью доверия банка компании-заемщику и мажоритарному собственнику, наличием персональных отношений. Не исключено, что компания, обладающая ключевым владельцем – «хозяином», скорее может рассчитывать на кредиты.

Результаты нуждаются в более глубоком осмыслении. Конечно, целесообразно провести количественный анализ, включить в модели новые факторы и протестировать соответствующие гипотезы. Вместе с тем, формализованные обследования неизбежно включают «шумы», вызванные несовпадением структур формального владения (оффшоры, аффилированные фирмы, номинальные держатели) с фактическим контролем. Эти несовпадения также связаны с широким распространением в российских фирмах так называемого «партнерского бизнеса» – коалиций собственников, которые в динамике, особенно в кри-

¹¹ По данным Re Deal Group, в первой половине 2008 г. имело место 16 размещений. Все они были запланированы задолго до кризиса, затем IPO продолжились только через год, и во втором полугодии 2009 г. состоялось 12 небольших размещений (по стоимости – всего 0,1% ВВП) (см. Информацию на сайте www.offerings.ru/rusIPO/).

зисных ситуациях, оказываются неустойчивыми. Поэтому принципиально важно дать качественное объяснение тенденции, выявить мотивы собственников, в том числе посткризисных, действия которых подталкивали к снижению концентрации капитала. Формализованный опрос сделать этого не позволяет. Альтернативным инструментом выступают углубленные интервью, которые помогли бы уточнить гипотезы для количественного исследования.

ПРИЛОЖЕНИЕ

Таблица П1

Бинарная логистическая модель оценки снижения концентрации собственности¹

Переменные ²	M0	M1	M2	M3	M4	M5	M6
Константа	-2,202*** (0,850)						
Размер фирмы							
Открытые АО							
Закрытые АО	-0,835** (0,426)				-0,907* (0,517)	-0,849* (0,522)	
Обращение ценных бумаг фирмы на биржах	Н/в	1,848**** (0,486)	1,710*** (0,493)	1,628*** (0,500)	1,986**** (0,508)	1,862**** (0,516)	1,764*** (0,522)
Осуществление незначительных инвестиций в 2005–08 гг.	Н/в						
Отсутствие инвестиций в 2005–08 гг.	Н/в						
Планирование инвестиций на ближайший год	Н/в	-0,672* (0,390)	-0,785** (0,400)	-0,852** (0,410)		-0,745* (0,416)	-0,853** (0,432)
Доля владения российских собственников	Н/в	-0,024** (0,011)	-0,025** (0,011)	-0,026** (0,011)	-0,025** (0,011)	-0,025** (0,011)	-0,029** (0,012)
Доля владения иностранных собственников	Н/в						
Наличие конкурентной среды	0,515* (0,285)	Н/в	Н/в	0,732** (0,332)	Н/в	Н/в	0,901** (0,357)
Совершенствование организационных структур	Н/в	Н/в			Н/в		
Диагностика и реструктуризация бизнес-процессов	Н/в	Н/в			Н/в		
Виды деятельности		Н/в	Н/в	Н/в			
Число наблюдений (N)	345	293	293	293	293	293	293
-2Loglikelihood	328,88	246,05	243,44	239,97	239,69	237,23	230,76
Псевдо R ² Нагелькерка ³	0,073	0,157	0,170	0,194	0,209	0,221	0,251
Псевдо R ² МакФаддена	0,047	0,106	0,116	0,133	0,144	0,153	0,176
Тест модели χ^2	16,40	29,82***	32,43***	37,28****	40,33***	42,79***	49,26****

¹ Использован метод одновременного включения всех независимых переменных (ENTER). Обозначение «Н/в» показывает, что переменная не входила в спецификацию.

² В скобках указаны стандартные ошибки. Приведены только знаки коэффициентов при независимых переменных с уровнем значимости до 10%: «****» – значимо на уровне 0,1%, «***» – 1%, «**» – 5% и «*» – 10%-ном уровне.

³ Нормированный коэффициент рассчитан путем деления обобщенного коэффициента R² на его максимально возможное значение.

Источник: расчеты автора по данным мониторинга.

Таблица П2

Порядковая пробит-регрессия оценки динамики концентрации собственности¹

Переменные ²	M0	M1	M2	M3	M4	M5	M6
Порог 1	-1,066** (0,401)	-2,936**** (0,791)	-2,814*** (0,836)	-3,077**** (0,849)	-3,183**** (0,827)	-2,994*** (0,872)	-3,371**** (0,895)
Порог 2	0,768* (0,399)						
Размер фирмы							
Открытые АО							
Закрытые АО							
Обращение ценных бумаг фирмы на биржах	Н/в	1,190**** (0,264)	1,152**** (0,267)	1,112**** (0,269)	1,246**** (0,268)	1,207**** (0,271)	1,159**** (0,273)
Осуществление незначительных инвестиций в 2005–08 гг.	Н/в						
Отсутствие инвестиций в 2005–08 гг.	Н/в						
Планирование инвестиций на ближайший год	Н/в	-0,253* (0,154)	-0,278* (0,157)	-0,273* (0,157)	-0,271* (0,158)	-0,291* (0,161)	0,285* (0,161)
Доля владения российских собственников	Н/в	-0,013** (0,006)	-0,013** (0,006)	-0,014** (0,006)	-0,014** (0,006)	-0,013** (0,006)	-0,014** (0,006)
Доля владения иностранных собственников	Н/в						
Наличие конкурентной среды	0,313** (0,131)	Н/в	Н/в	0,325** (0,143)	Н/в	Н/в	0,365** (0,147)
Совершенствование организационных структур	Н/в	Н/в			Н/в		
Диагностика и реструктуризация бизнес-процессов	Н/в	Н/в			Н/в		
Виды деятельности		Н/в	Н/в	Н/в			
- швейное и текстильное производство	-0,488** (0,249)	Н/в	Н/в	Н/в			-0,504* (0,274)
- транспортные средства и оборудование		Н/в	Н/в	Н/в	-0,634** (0,297)	-0,638** (0,298)	-0,654** (0,299)
Число наблюдений (N)	345	293	293	293	293	293	293
-2Loglikelihood	615,79	491,96	492,33	488,56	486,92	485,99	479,79
Псевдо R ² Нагелькерка ⁴	0,053	0,136	0,140	0,158	0,173	0,177	0,198
Псевдо R ² МакФаддена	0,025	0,066	0,068	0,078	0,086	0,088	0,100
Тест модели χ^2	15,74	35,43****	36,45****	41,61****	46,02****	46,95****	53,15****

¹ Обозначение «Н/в» показывает, что переменная не включена в уравнение.² В скобках указаны стандартные ошибки; приведены только знаки коэффициентов при независимых переменных с уровнем значимости до 10%: «****» – значимо на уровне 0,1%, «***» – 1%, «**» – 5% и «*» – 10%-ном уровне.³ Приведены результаты только по видам деятельности, продемонстрировавшим различия с базовой категорией «производство машин и оборудования».⁴ Нормированный коэффициент рассчитан как отношение обобщенного коэффициента R² к его максимально возможному значению.

Источник: расчеты автора по данным мониторинга.

Литература

- Гуриев С.М., Лазарева О.В., Рачинский А.А.** и др. (2003): Корпоративное управление в российской промышленности // Серия «Научные доклады: независимый экономический анализ». № 149. М.: МОНФ и ЦЭФИР.
- Долгопятова Т.Г., Ивасаки И., Яковлев А.А.** (2009): Российский бизнес 20 лет спустя: путь от социалистического предприятия к рыночной фирме // *Мир России*. Т. XIII. № 4.
- Дробышевский С., Радыгин А., Горшунов И.** и др. (2003): Инвестиционное поведение российских предприятий. Научные труды ИЭПП № 65. М.: ИЭПП.
- Исследование информационной прозрачности (2006): Исследование информационной прозрачности российских компаний в 2006 г.: скромные успехи на фоне всеобщего стремления к IPO. М.: Стандарт энд Пурз.
- Капелюшников Р.** (2006): Концентрация собственности в системе корпоративного управления: эволюция представлений // *Российский журнал менеджмента*. Т. 4. № 1.
- Капелюшников Р., Демина Н.** (2005): Влияние характеристик собственности на результаты экономической деятельности российских промышленных предприятий // *Вопросы экономики*. № 2.
- Национальный доклад (2008): Национальный доклад по корпоративному управлению. Вып. 1 / Под ред. А.Е. Шаститко. М.: Национальный совет по корпоративному управлению.
- Национальный доклад (2009): Национальный доклад по корпоративному управлению. Вып. 2 / Под ред. А.Е. Шаститко. М.: Национальный совет по корпоративному управлению.
- Папэ Я.Ш., Галухина Я.С.** (2009): Российский крупный бизнес: первые 15 лет. Экономические хроники 1993–2008 гг. М.: Издательский дом ГУ ВШЭ.
- Портрет совета директоров (2007): Портрет совета директоров российской компании как отражение концентрированной структуры собственности компаний и препятствий на пути развития корпоративного управления. М.: Стандарт энд Пурз.
- Предприятия и рынки (2010): Предприятия и рынки в 2005–2009 годы: итоги двух раундов обследования российской обрабатывающей промышленности. Доклад на XI Международной научной конференции ГУ ВШЭ / Под ред. Б. Кузнецова. М.: Изд. Дом ГУ ВШЭ.
- Развитие спроса (2003): Развитие спроса на правовое регулирование корпоративного управления в частном секторе // Серия «Научные доклады: независимый экономический анализ». № 148. М.: МОНФ и АНО «Проекты для будущего».
- Российская корпорация (2007): Российская корпорация: внутренняя организация, внешние взаимодействия, перспективы развития / Под ред. Т.Г. Долгопятовой, И. Ивасаки, А.А. Яковлева. М.: Издательский дом ГУ ВШЭ.
- Российская промышленность (2008): Российская промышленность на этапе роста: факторы конкурентоспособности фирм / Под ред. К.Р. Гончар, Б.В. Кузнецова. М.: Издательский дом ГУ ВШЭ.

- Структурные изменения (2004): Структурные изменения в российской промышленности / Под ред. Е.Г. Ясина. М.: Издательский дом ГУ ВШЭ.
- Aukutsionek S., Dyomina N., Kapelyushnikov R.** (2009): Ownership Structure of Russian Industrial Enterprises in 2009 // *Russian Economic Barometer*. Vol. XVIII. № 3.
- Blasi J., Kroumova M., Kruse D.** (1997): *Kremlin Capitalism: the Privatization of the Russian Economy*. Ithaca: Cornell University Press.
- Grosfeld I., Hashi I.** (2007): Changes in Ownership Concentration in Mass Privatized Firms: Evidence from Poland and the Czech Republic // *Corporate Governance – An International Rev.* Vol. 15. № 4. P. 520–534.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A.** (1998): Law and Finance // *Journal of Political economy*. Vol. 106. P. 1113–1155.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A.** (1999): Corporate Ownership around the World // *Journal of Finance*. Vol. 54. P. 471–517.
- Modern Corporate Governance (2010): Modern Corporate Governance in Russia as Seen by Foreign Businessmen and Experts. Findings of the survey held by National Council on Corporate Governance and Russo-British Chamber of Commerce. Moscow.
- Organization (2009): Organization and Development of Russian Business Organization and Development of Russian Business: A Firm-level Analysis / Eds. by T. Dolgopyatova, I. Iwasaki, A. Yakovlev. Basingstoke: Palgrave MacMillan.
- Sprenger K.** (2009): The Choice of Ownership Structure: Evidence from Russian Mass Privatization. Препринт WP9/2009/02. М.: ГУ ВШЭ.
- Stiglitz J.** (1999): Quis custodiet ipsos custodes? Corporate governance failures in the transition, The paper presented at the World Bank's Annual Conference on Development Economics (ABCDE), Paris, June.
- Woodruff D.** (2003): Property Rights in Context: Privatization's Legacy for Corporate Legality in Poland and Russia. Препринт WP1/2003/01. М.: ГУ ВШЭ.
Поступила в редакцию 07 июля 2010 года.

T.G. Dolgopyatova

IIMS HSE, Moscow

Concentration of Ownership in Russian Industry: Firm-Level Evolution

The paper describes dynamics of ownership concentration in Russian manufacturing, and factors of the dynamics against the background of economic growth of 2000s. The first signs of stock ownership de-concentration in some companies during 2005–2009 were revealed. Empirical analysis of determinants of changes in concentration was implemented. Significant positive factors of this decline are companies' entry to securities markets, their work in competitive environment, and share of foreign investors. Negative influence of propensity to future investments and of the share of Russian owners was also found out. The study is based on the data of two rounds of monitoring of about 1000 large and medium-sized companies conducted by the Institute for Industrial and Market Studies from HSE in 2005 and 2009. Binary and ordinal regression models were used.

Keywords: stock ownership, concentration of ownership, corporate control.

JEL classification: G32, G34, P26.